

みずほマーケット・トピック(2021年4月7日)

## IMF 世界経済見通しが示す新興国の憂鬱

IMF 春季世界経済見通しのサブタイトルは『拡がる回復の格差を管理する時 (Managing Divergent Recoveries)』。本欄ではワクチン戦略の巧拙がそのまま成長率、金利、通貨のパフォーマンスにリンクしていると論じてきたが、今回の IMF もそのストーリーを示している。米国、日本、ユーロ圏、英国という四極の成長率を比較した場合、21 年も 22 年も、最高の成長率が英国で最低の成長率が日本という構図は共通している。これはワクチン接種率と大いに関係がある。とはいえ、IMF が懸念している成長率格差は先進国内部の格差ではなく、先進国と新興国の格差。21 年末まで見通した場合、先進国のワクチン接種は大きく進みそうだが、新興国は進みそうにない。結果、両者の成長率格差は過去 10 年平均と比較すれば半分程度に縮小する。IMF 分析を踏まえれば「新興国から先進国(とりわけ米国)へ」という資本の流れが予想され、為替の面ではやはりドル高を引き起こしやすいはず。2013 年以降、世界では新興国市場が混乱したが、類似の展開を警戒したい。世界が正常化に向かう過程での「成長痛」のようなものだが、これにより資産価格の軌道は複雑なものに。見通しの中で着実に織り込んでいく必要がある

～今後 2 年、「最強は英国、最低は日本」という構図～

昨日は IMF から春季世界経済見通し(WEO)が公表されている。世界経済に関し、2021 年の実質 GDP 成長率は+6.0%と上方修正が話題となった 1 月の暫定予測から、さらに+0.5%ポイント引き上げられている。今回の予測のサブタイトルは『拡がる回復の格差を管理する時 (Managing Divergent Recoveries)』とされ、いつもながら現状を的確に表現するものとなっている。報告書冒頭で言及されるように「悲観の極み」にあった 2020 年と比べて、2021 年については「健康ならびに経済の出口が徐々に見えてきている(a way out of this health and economic crisis is increasingly visible)」という最大の変化がある。その理由は言うまでもなくワクチンだ。しかし、周知の通り、ワクチン接種率は世界中でばらつきがあり、その上で財政出動規模の違いや観光産業への依存度の違いも相まって、2021 年の世界は回復という方向感で一致しつつも、その力強さは分散している。

本欄ではワクチン戦略の巧拙がそのまま成長率、金利、通貨のパフォーマンスにリンクしていると論じてきたが、今回の WEO もそのストーリーが基本と見受けられる。右表は今回の世界経済見通しにワクチン接種回数を筆者が加えたものである。米国、日本、ユーロ圏、英国という四極の成長率を比較した場合、2021 年も 2022 年も、最高の成長率が

21～22年にかけてのG7の成長率軌道(前年比%)

	2020年	2021年	2022年	ワクチン接種回数(※)
米国	-4.7	5.1	3.6	49.35
ユーロ圏	-6.6	4.4	3.8	18.02
ドイツ	-4.9	3.6	3.4	17.16
フランス	-8.2	5.8	4.2	18.20
イタリア	-8.9	4.2	3.6	18.34
日本	-4.8	3.3	2.5	0.95
カナダ	-5.4	5.0	4.7	16.88
英国	-9.9	5.3	5.1	54.52

(資料)IMF、「World Economic Outlook」(21年4月)、※4月2～4日時点

英国で最低の成長率が日本という構図は共通している。もちろん、潜在成長率や拡張財政の規模、金融政策の運営、産業構造など、比較すべき論点は多岐にわたるため、成長率格差はワクチンだけに帰責する問題ではないだろう。

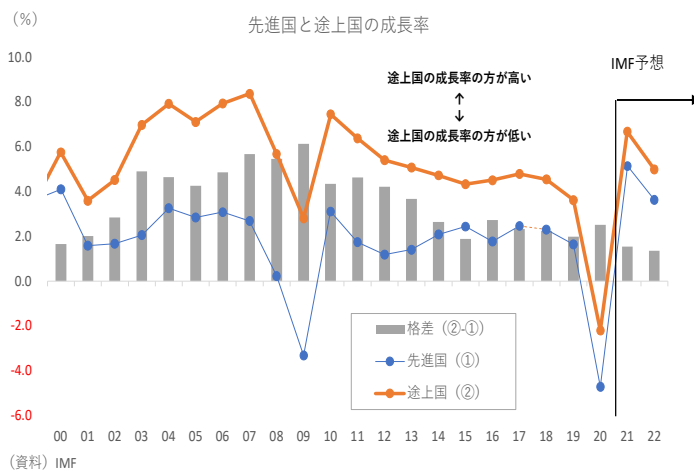
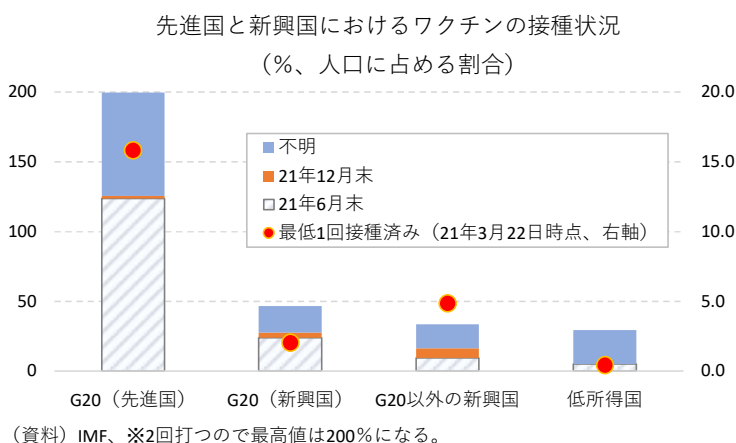
しかし、「ワクチン接種なかりせば経済活動の正常化はない」というのは圧倒的な事実であり、それが進んでいる国ほど不透明感が小さく、消費・投資意欲が掻き立てられやすいというのは論理的に説明が付く話である。少しでも感染が増えると医療崩壊を騒ぎ始める一方でワクチン接種は全く進んでいない日本と、ワクチン接種と合わせて「いつまでに何ができるようになる」というロードアップを示している英国や米国の間では、経済主体に与える心理的な影響はだいぶ異なってきたであろう。結果として成長率に差が出ない方が不思議である。

### ～より心配されるのは先進国と新興国の格差～

とはいえ、今回の WEO が懸念している成長率格差は上述したような先進国における格差ではなく、先進国と新興国の格差であり、「リーマンショックを伴う危機と比べれば、中長期的に世界経済が被る損失は小さいものの、国・地域別に見れば新興国を中心としてダメージが深く残る」と指摘している。元より問題視されていた格差拡大という世界的なテーマがコロナショックを経て拡張されたことを定量的に分析する

など、今回の WEO は過去 2 回(2020 年春・秋)と比較して、コロナ後を見据えた視点が盛り込まれているのが特徴的である。図に示すように、2021 年 12 月末まで見通した場合、G20(先進国)では最低 1 人 1 回の接種が済んでいる想定だが、新興国は G20 であれば、G20 以外であれば、殆ど接種が進まない公算である(この点、現状を踏まえれば、「先進国の中で日本だけが新興国並み」というワクチン接種状況に取り残されるのではないかという懸念は当然ある)。

製薬会社がワクチンを製造する上での所与の条件は大きく変わらないのだとすれば、各国・地域に対するワクチン供給状況も変わらないはずであり、上述したような接種状況の予想も恐らく正しいのだろう。とすると、2021 年から 2022 年にかけては、先進国と新興国の間で経済活動の制限に大きく差がつくことになる。当然、成長率の格差に繋がってくるだろうし、実際にそのような予測になっている(図)。具体的に数字を見てみると、2022 年の成長率に関し、先進

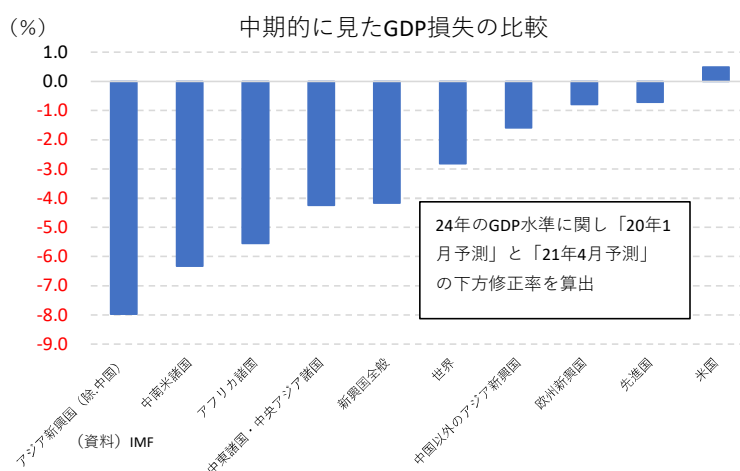


国全体では+3.6%、新興国全体では+5.0%で 1.4%ポイントの差が予想されている。コロナショック以前の 5 年平均(2015～19 年)で 2.2%ポイント、10 年平均(2010～19 年)で 3.1%ポイントだったことを思い返せば、両者の成長率格差ははっきりと縮小する見通しである。

### ～正常化プロセスに伴う「成長痛」～

以上のような事実は金融市場の展望を考える上では非常に重要である。2013 年 5 月以降、米国経済が本格的に復調し、FRB がテーパリングを筆頭として正常化プロセスに着手した際には断続的に新興国からの資本流出が発生し、金融市場に混乱が起きた。内外の成長率、端的には内外の金利差が拡大すれば、国際的な資本移動は当然活発化する。古くから繰り返されてきた問題だが、形振り構わないマクロ経済政策の結果、過剰流動性があらゆる資産市場に充満している現状を考えると、その揺り戻しはかなり大きいものになるのではないかと懸念はある。

IMF 試算によれば、今回のショックでとりわけ GDP 損失が大きいのは新興国・地域が中国を除くアジア新興国で、次に中南米諸国、アフリカ諸国が続くとされている。アジア新興国には外貨準備の厚い国が多いため、いざとなれば為替介入で通貨防衛を敷くことができるが、中南米は対外経済部門に不安を抱える国もある(こうした局面で必ずと言って良いほどアルゼンチンが話題に



上がるのは同国の経常赤字が大きいからである)。一方で、先進国の損失は相対的に軽微なものに抑えられ、米国に至っては損失ではなく利得が計上される試算になっている。

かかる状況を踏まえれば、「新興国から先進国、とりわけ米国へ」という資本の流れが予想されるところであり、為替の面ではやはりドル高を引き起こしやすい局面が続くのではないかと察する。現状、多くの新興国がドル建て債務を抱えている状況であるため、ドル高それ自体も新興国市場の混乱に繋がりがやすいという厄介な事実もある(いわゆる「ドル化した世界」問題)。世界が正常化に向かう過程での「成長痛」のようなものと言えるが、これにより資産価格の軌道は複雑なものになるため、相場見通しの中には着実に織り込んでいく必要があると考えている。今回の WEO では成長率格差をテーマとしつつ、新興国が今後抱えるであろう憂鬱が示し出されていたように思う。

市場営業部・金融市場部  
チーフマーケット・エコノミスト  
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)  
[daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp](mailto:daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp)

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2021年4月6日	暗雲垂れ込めるアフターメルケルのドイツ政治
2021年4月5日	米3月雇用統計の読み方～長期失業者割合は上昇～
2021年4月2日	週末版(欧州で台頭するワクチン・ナショナリズム～EU 離脱を象徴するワクチン戦争～)
2021年4月1日	ラガルドECB総裁、「挑発」の真意はどこに？
2021年3月29日	リスクシナリオの点検～上下のリスクを検討する～
2021年3月26日	週末版(現状を理解するための3つのテーマ「金利」「コロナ抑制状況」「原油」～「需給」は小休止～)
2021年3月25日	ドイツ州議会選挙に見る「移民から環境へ」のシフト
2021年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年2月分)
2021年3月19日	週末版(「実質金利ゼロ」が次の節目？～ハイライトは4～6月期か？～)
2021年3月18日	FOMCレビュー～現状維持に見る強気の足音～
2021年3月16日	FOMCレビュー～ドットチャート&議長会見～
2021年3月15日	期待の米国、不安の日本～コロナ対応の明暗～
2021年3月12日	週末版(ECB政策理事会を終えて～significantly higher paceの解釈～)
2021年3月11日	ECB政策理事会プレビュー～PEPPの加速を示唆へ～
2021年3月9日	年初来の為替市場から見える「今年のテーマ」
2021年3月8日	好調な米2月雇用統計にも見逃せない危うさ
2021年3月5日	週末版
2021年3月4日	英ポンド急騰の背景～経済対策、ワクチン、成長率～
2021年3月3日	米金利に連れたユーロ圏金利～ECBは容認できず～
2021年3月2日	「鏡に映った自分」に惑うFRB～前提が変わった2か月間～
2021年2月26日	週末版(米10年金利の1.60%台到達を受けて～パウエルショック～)
2021年2月25日	マネーサプライを見てインフレ語れず～パウエル公聴会～
2021年2月22日	「民間部門の貯蓄過剰」は今後の「マグマ」なのか？
2021年2月19日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明記された「ユーロ高反転」～)
2021年2月18日	動き始めた米実質金利への懸念～10年1.3%到達を受けて～
2021年2月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年1月分)
	アフターコロナを予感させる米国のインフレ論争
2021年2月15日	ドラギ新首相誕生について～「挙国一致」と「寄せ集め」の狭間～
2021年2月12日	週末版(下がらない実質金利とイールドスプレッドの現状～やはり気になる「米10年金利1.5%」という節目～)
2021年2月9日	円相場の需給環境～貿易均衡国という新常态～
2021年2月8日	試される「双循環」～人民元の上昇は容認されるか～
2021年2月5日	週末版(なぜユーロ圏消費者物価指数(HICP)は急騰したのか？～過性のまやかし～)
2021年2月4日	最悪の落ち込みとなった2020年のユーロ圏経済
2021年2月2日	イスラエルリスクをどう考えるか～世界の実験室～
2021年1月29日	週末版(マイナス金利深掘りを示唆し始めたECB～その理由はどこに？～)
2021年1月27日	米10年金利はどこまで上がりそうか？
2021年1月25日	最悪となった2020年のユーロ圏物価情勢
2021年1月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「次の一手」はYCC？～)
2021年1月20日	「強いドル」とは言わなかったイエレン新財務長官
2021年1月19日	直接投資減少で緩むドル/円相場の「地盤」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年12月分)
2021年1月18日	金融市場はバイデン新政権をどう見ているのか？
2021年1月15日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ラガルド流が試されるのは昨年よりも今年～)
2021年1月13日	実質金利の上昇はどこまで容認されそうか？
2021年1月12日	米12月雇用統計の読み方～ヘッドラインに引きずられずに～
2021年1月8日	週末版(早速乱れ始めたFRBのフォワードガイダンス～いつも通りの済し崩し～)
2021年1月7日	緊急事態宣言の再発出で強まる貯蓄という正義
2021年1月5日	遂に2%に到達した米国のインフレ期待
2021年1月4日	低金利が招く格差拡大・為替の静寂・株の喧騒
2020年12月28日	英EU「新たな関係」合意を巡るQ&A
2020年12月25日	週末版
2020年12月24日	やっぱり狭かったドル/円の値幅～3つの背景～
2020年12月23日	期待指数に薄日も差し込んできた米消費者マインド
2020年12月21日	2021年も続く「金融市場と実体経済の乖離」
2020年12月18日	週末版(為替政策報告書を受けて～垣間見える「まだ、ドル高」の本音～)
2020年12月17日	FOMCを終えて～約束された「金利差なき世界」～
2020年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年11月分)
2020年12月15日	イエレンダッシュボードで見る米雇用の現状
2020年12月14日	ドル安の裏側には何があるのか？～元、ユーロの存在～
2020年12月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「中途半端」でユーロ高抑制できず～)
2020年12月10日	「イエレン次期財務長官と為替」というテーマ
2020年12月8日	前門のブレグジット、後門の次年度予算
2020年12月7日	米労働市場の抱える怖さ～長期失業者の増加～
2020年12月4日	週末版(FRBが直面するインフレ期待上昇～2021年の政策運営に影響必至か？～)
2020年12月2日	過去に類例のない物価低迷に直面するユーロ圏
2020年12月1日	実質金利とドル/円相場にまつわる議論について
2020年11月27日	週末版(緩和の「收穫減」に触れたECB～やればやるほど意味が薄れるリスク～)
2020年11月25日	拡大し続ける実体経済と金融市場の距離感
2020年11月24日	ECBの振りかざす「2段階アプローチ」とは
2020年11月20日	週末版(「円高ではなくドル安」という葛藤～日本の政治・経済にとってのリスク～)
2020年11月18日	側近退場後のジョンソン政権とブレグジット交渉の行方
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年10月分)
2020年11月17日	日米欧三極の成長率～急落と急騰の先にあるもの～
2020年11月16日	ワクチン報道はゲームチェンジャーになったのか？
2020年11月13日	週末版
2020年11月12日	結局、解消されていないユーロ高～「量」の無力～
2020年11月11日	円高・ドル安予想を修正する必要はあるのか？
2020年11月10日	アフターコロナ&アフタートランプに沸く金融市場の整理
2020年11月6日	週末版
2020年10月30日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ラガルド就任、1周年～)
2020年10月29日	ECB政策理事会プレビュー～求められる緩和仕草～
2020年10月27日	中銀は環境に貢献すべきか？～ESG全盛の中で～
2020年10月26日	解せないバイデントレード～米金利とドルの逆相関～
2020年10月23日	週末版(2020年、どのような通貨が評価されているのか？～年初来の対ドル変化率を振り返って～)
2020年10月22日	続・ブレグジット Q&A～首脳会議で深まった「溝」～
2020年10月20日	IMF秋季世界経済見通し改定の見えるリスクシナリオ
2020年10月19日	過去最悪の米財政赤字とIMF「財政報告」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年9月分)
2020年10月16日	週末版(この状況でも底堅いユーロ相場～IMF最新見通しでも欧米成長率格差は過去最大～)